

评级：增持(维持)

市场价格：5.26

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

分析师 马志豪

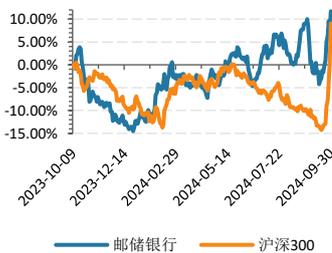
执业证书编号：S0740523110002

Email: mazh@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	99,161
流通股本(百万股)	67,122
市价(元)	5.26
市值(百万元)	500,407
流通市值(百万元)	353,064

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	334,856	342,398	331,319	328,658	332,902
增长率 yoy%	5.1%	2.3%	-3.2%	-0.8%	1.3%
净利润(百万元)	85,224	86,270	86,798	87,510	89,259
增长率 yoy%	11.9%	1.2%	0.6%	0.8%	2.0%
每股收益(元)	0.92	0.87	0.88	0.88	0.90
净资产收益率	12.91%	11.74%	10.65%	9.99%	9.51%
P/E	5.72	6.05	5.98	5.98	5.84
P/B	0.71	0.66	0.56	0.52	0.48

备注：股价截止 2024/9/30

投资要点

- **背景：**邮储银行本次调整储蓄代理费率，系触发条件下的被动调整。2023年四大行平均净利差为 1.44%，低于邮储银行储蓄代理费率被动调整的下限 1.64%，触发被动调整。
- **方案：**幅度充分，结构差异化，机制优化。①**幅度：**代理费率大幅下降 16bp (VS 2022 年调整为-2bp)，对成本收入比和 PPOP 改善作用明显；成本收入比较原来下降 4 个点至 60%；提升利润 16%。静态测算下本次调整使得代理费综合费率由 1.24% 大幅下降 16BPs 至 1.08%；储蓄代理费将下降 150.58 亿元；2023 年储蓄代理费增速由+10.36% 降至-4.01%，低于当年营收增速 (+2.25%)；带动成本收入比大幅下行 4.4pct 至 60.4%，对 PPOP 增速改善作用明显。静态测算下对 2024 年/2025 年净利润贡献占 2023 年净利润的 8.2%/16.4%。②**结构：**差异化调整，体现对不同期限代理储蓄存款的价值引导。本次调整以一年期存款为分界线；对于一年期以下(含活期)的存款，分档费率越高，本次下调的基点越多；一年期以上存款中，两年期存款调降较多，且三年期存款代销费率已下降至 0.002% 的低位水平。③**调整机制优化：**参考期限由十年调整为五年，下一次被动调整利差触发条件为低于 1.37% 或高于 2.23%，加强主动调整机制的运用。
- **展望：**差异化调整助力存款结构优化，促进代理储蓄业务长期健康发展。①**动态来看，**结构化调整费率有利于盘活代理网点，优化存款结构，进一步带动存款付息率的下行。动态测算下，在定期 2 年、3 年存款占比下降 4pct、3pct 的情况下，假设 3 个月、半年、1 年期存款占比有不同比例提升，根据动态测算结果来看，本次代理费率的下调使得代理费综合成本率下降 10bp 左右、存款付息率改善 1~2bp 左右。②**代理费率的及时调整有利于促进代理储蓄存款业务长期健康发展。**代理金融对于邮储零售客户和存款沉淀具有重要作用，贡献了邮储银行 69% 的个人有效客户、80% 的个人存款、78% 的个人客户 AUM。通过结构化调整代理费率，从业务角度充分激发代理网点员工经营客户的积极性，更好维护客户关系。
- **投资建议：**公司 2024E、2025E、2026E PB 0.56X/0.52X/0.48X，邮储银行是全国营业网点数最大、覆盖面最广的大型零售商业银行。零售特色鲜明，负债端有较深的护城河，资产质量保持在稳定水平。公司零售客群广，随着财资管理体系建设，有望在零售领域发展出独特优势，是具有差异化特色的国有大行，建议重点关注，维持“增持”评级。
- **风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。

- **事件：**邮储银行 2024 年 9 月 30 日发布《关于日常关联交易的公告》，董事会审议通过了《关于调整中国邮政储蓄银行股份有限公司与中国邮政集团有限公司代理吸收存款业务储蓄代理费定价的议案》，公告了储蓄代理费率调整方案。

一、背景：邮储银行本次调整储蓄代理费率，系触发条件下的被动调整

- **本次储蓄代理费调整系触发条件下的被动调整**，即四大行会计年度平均净利差相对最近一次被动调整当年之前十年四大行平均净利差上下波动超过触发幅度（初始触发幅度设定为 24%）时。以上被动调整中，2021 年作为“最近一次被动调整当年”，四大行 2012-2021 年平均净利差 2.16%，触发下限为 1.64%。2023 年四大行平均净利差为 1.44%，低于被动调整的下限 1.64%，触发被动调整。

图表：四大行净利差水平

	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	四大行平均
2012	2.52%	2.52%	2.52%	2.52%	2.52%
2013	2.40%	2.56%	2.65%	2.13%	2.44%
2014	2.46%	2.61%	2.76%	2.12%	2.49%
2015	2.30%	2.46%	2.49%	1.97%	2.31%
2016	2.02%	2.06%	2.10%	1.69%	1.97%
2017	2.10%	2.10%	2.15%	1.70%	2.01%
2018	2.16%	2.18%	2.20%	1.79%	2.08%
2019	2.12%	2.16%	2.09%	1.75%	2.03%
2020	1.97%	2.04%	2.04%	1.72%	1.94%
2021	1.92%	1.94%	1.96%	1.62%	1.86%
2022	1.72%	1.81%	1.73%	1.61%	1.72%
2023	1.41%	1.50%	1.45%	1.40%	1.44%

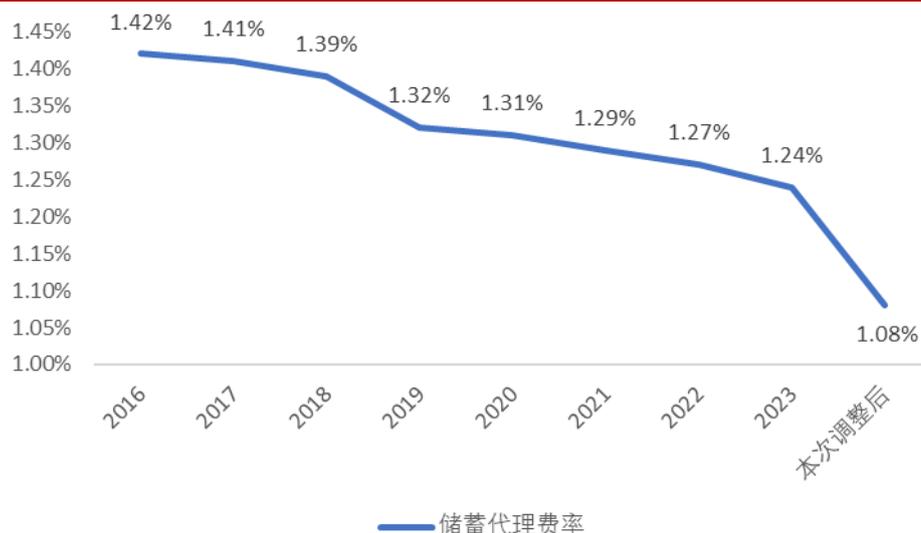
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

二、方案：幅度充分，结构差异化，机制优化

- **幅度：**代理费率大幅下降 16bp（VS 2022 年调整为-2bp），对成本收入比和 PPOP 改善作用明显；成本收入比较原来下降 4 个点至 60%；提升利润 16%。根据新方案，活期/定活两便/通知存款代理费率分别压降 33.8bps/ 19.8bps/ 22.5bps（三类存款占比分别为 22.3%/ 0.2%/ 0.5%），3 个月/半年/一年/两年/三年存款代理费率分别压降 16.5bps/ 14.9bps/ 10.1bps/ 20.1bps/ 8.0bps（占比分别为 1.8%/ 2.7%/ 57.1%/ 6.6%/ 8.7%），五年期存款代理费率维持为 0%（五年期存款占比 0.05%）。根据静态测算，本次调整使得代理费综合费率由 1.24% 大幅

下降 16BPs 至 1.08%；储蓄代理费将下降 150.58 亿元；2023 年储蓄代理费增速由+10.36%降至-4.01%，低于当年营收增速（+2.25%）。带动成本收入比大幅下行 4.4 个百分点至 60.4%，对 PPOP 增速改善作用明显。费率调整方案通过后，将从 2024 年 7 月 1 日起开始调整，静态测算下对 2024 年/2025 年净利润贡献约为 71 亿元/142 亿元，占 2023 年净利润的 8.2%/16.4%。

图表：本次邮储银行储蓄代理费率调降幅度较大



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **结构：差异化调整，体现对不同期限代理储蓄存款的价值引导。**本次调整以一年期存款为分界线；对于一年期以下（含活期）的存款，分档费率越高，本次下调的基点越多；一年期以上存款中，两年期存款调降较多，且三年期存款代销费率已下降至 0.002% 的绝对低位水平。

图表：差异化调整有利于进一步优化存款结构

档次	分档费率（调整前）	日均余额	分档费率（调整后）	差异	节省储蓄费
活期	2.33%	2,080,719	1.992%	-0.338%	-7,033
定活两便	1.50%	14,853	1.302%	-0.198%	-29
通知存款	1.70%	42,286	1.475%	-0.225%	-95
定期三个月	1.25%	166,080	1.085%	-0.165%	-274
定期半年	1.15%	252,535	1.001%	-0.149%	-376
定期一年	1.10%	5,318,262	0.999%	-0.101%	-5,371
定期二年	0.35%	611,376	0.149%	-0.201%	-1,229
定期三年	0.10%	810,787	0.020%	-0.080%	-649
定期五年	0.00%	4,655	0.000%	0.000%	-
每日储蓄现金（含在途）余额	-1.50%	15,467	-1.500%	0.000%	-
合计	1.24%	9,301,553	1.080%	-0.160%	-15,058

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **调整机制优化，下一次被动调整利差触发条件为低于 1.37%或高于 2.23%。**

①**参考期限由十年调整为五年。**近年来市场利率持续下行，受历史数据影响，现行被动调整机制参考的四大行最近十年平均净利差变动相对滞后、不能及时反映市场环境变化。结合目前银行业息差走势，为了被动调整能够更具有当下的适应性，使被动调整机制的触发区间更加契合市场利率的变化，触发上下限更加贴近当前利率水平，本次调整将被动调整机制的触发上下限从参考四大行最近十年平均净利差，调整为参考四大行最近五年平均净利差。

②**下一次被动调整利差触发条件为低于 1.37%或高于 2.23%。**在此基础上，最近一次被动调整当年之前五个会计年度相应更新为 2019-2023 年，四大国有商业银行在此期间的平均净利差为 1.80%，作为新的比较基准；适用的触发幅度具体比例维持 24%不变。未来在四大国有商业银行平均净利差高于 2.23%或低于 1.37%时将触发被动调整。

③**加强主动调整机制的运用。**同时，公告表示将综合考虑市场利率变化、银行实际经营需求、储蓄代理费增长与银行营收增长的关系等，在 2025 年及以后年度加强主动调整机制的运用，相较于被动调整，主动调整更加及时、高效，有利于提升代理费定价的市场化程度，促进“自营+代理”模式长期健康发展。

三、展望：差异化调整助力存款结构优化，促进代理储蓄业务长期健康发展

- **动态来看，结构化调整费率有利于盘活代理网点，优化存款结构，进一步带动存款付息率的下行。**邮储银行大力推动价值存款发展，重视存款的质量和结构。本次分档费率的调整体现出对不同期限代理储蓄存款的价值引导，从而促进存款结构优化，带动存款成本下行。我们针对不同情形下存款结构变动对邮储银行后续储蓄代理费率、存款成本变动的影响进行动态测算，在定期 2 年、3 年存款占比下降 4pct、3pct 的情况下，假设 3 个月、半年、1 年期存款占比有不同比例提升，根据动态测算结果来看，本次代理费率的下调使得代理费综合成本率下降 10bp 左右、存款付息率改善 1~2bp 左右。

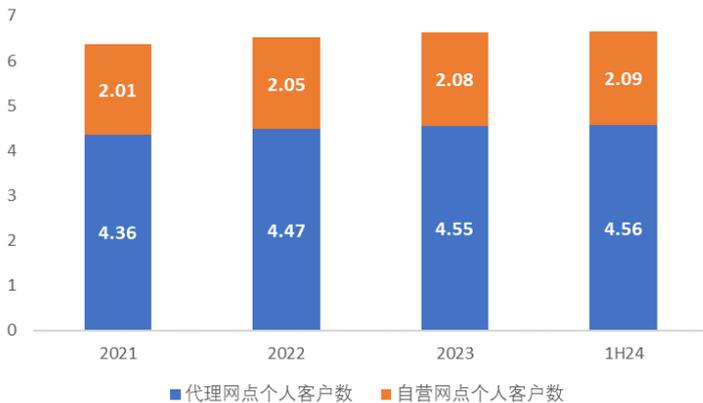
图表：不同假设下存款结构调整对邮储银行存款成本的节约

档次	结构占比	分档费率(调整后)	本次费率调整	存款挂牌利率	结构变动假设1	结构变动假设2	结构变动假设3
活期	22.3%	1.992%	-0.34%	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%
定活两便	0.2%	1.302%	-0.20%	0.76%	0.00%	0.00%	0.00%
通知存款	0.5%	1.475%	-0.23%	0.70%	0.00%	0.00%	0.00%
定期三个月	1.8%	1.085%	-0.17%	1.05%	0.00%	0.00%	1.00%
定期半年	2.7%	1.001%	-0.15%	1.26%	0.00%	1.00%	1.00%
定期一年	57.1%	0.999%	-0.10%	1.38%	7.00%	6.00%	5.00%
定期二年	6.6%	0.149%	-0.20%	1.45%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
定期三年	8.7%	0.020%	-0.08%	1.75%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
定期五年	0.0%	0.000%	0.00%	1.80%	0.00%	0.00%	0.00%
每日储蓄现金(含在途)余额	0.2%	-1.500%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
代理费率变动					-0.10%	-0.10%	-0.10%
存款成本变动					-0.01%	-0.02%	-0.02%

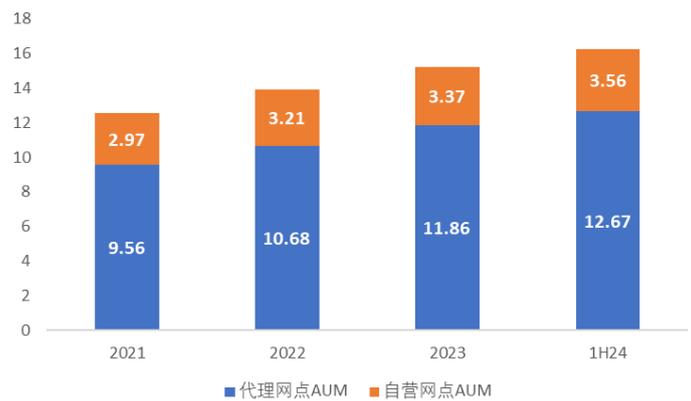
注：定活两便利率按照半年期利率打 6 折假设。通知存款利率为 7D 利率。结构假设不同可能会对测算结果产生扰动。

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 代理费率的及时调整有利于促进代理储蓄存款业务长期健康发展。**代理金融对于邮储零售客户和存款沉淀具有重要作用，贡献了邮储银行69%的个人有效客户、80%的个人存款、78%的个人客户AUM。通过结构化调整代理费率，从业务角度充分激发代理网点员工经营客户的积极性，更好维护客户关系，也有利于后续挖掘下沉市场的财富管理需求。

图表：邮储银行个人客户数（亿户）


来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：邮储银行个人AUM（万亿元）


来源：公司财报，中泰证券研究所

四、投资建议与风险提示

- 投资建议：**公司 2024E、2025E、2026E PB 0.56X/ 0.52X/ 0.48X，邮储银行是全国营业网点数最大、覆盖面最广的大型零售商业银行。零售特色鲜明，负债端有较深的护城河，资产质量保持在稳定水平。公司零售客群广，随着财害管理体系建设，有望在零售领域发展出独特优势，是具有差异化特色的国有大行，建议重点关注，维持“增持”评级。
- 风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。

图表 1: 邮储银行盈利预测表

每股指标	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	6.05	5.98	5.98	5.84	净利息收入	281,803	276,783	279,576	288,728
PB	0.66	0.56	0.52	0.48	手续费净收入	28,252	25,427	22,884	20,596
EPS	0.87	0.88	0.88	0.90	营业收入	342,398	331,319	328,658	332,902
BVPS	7.92	8.52	9.14	9.78	业务及管理费	(222,015)	(205,418)	(203,768)	(206,399)
每股股利	0.24	0.26	0.27	0.27	拨备前利润	117,770	123,174	122,068	123,504
盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E	拨备	(26,171)	(30,656)	(28,774)	(28,329)
净息差	1.89%	1.68%	1.56%	1.49%	税前利润	91,599	92,518	93,294	95,175
贷款收益率	4.16%	3.85%	3.70%	3.65%	税后利润	86,424	86,967	87,696	89,464
生息资产收益率	3.34%	3.15%	3.07%	3.05%	归属母公司净利润	86,270	86,798	87,510	89,259
存款付息率	1.52%	1.50%	1.50%	1.50%	资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
计息负债成本率	1.56%	1.56%	1.57%	1.59%	贷款总额	8,148,893	8,882,293	9,681,699	10,553,052
ROAA	0.58%	0.52%	0.48%	0.44%	债券投资	5,387,588	5,818,595	6,284,083	6,786,810
ROAE	11.74%	10.65%	9.99%	9.51%	同业资产	896,484	986,132	1,084,745	1,193,220
成本收入比	64.84%	62.00%	62.00%	62.00%	生息资产	15,722,790	17,132,160	18,625,730	20,250,053
业绩与规模增长	2023A	2024E	2025E	2026E	资产总额	15,726,631	17,430,106	19,313,265	21,493,443
净利息收入	3.00%	-1.80%	1.00%	3.30%	存款	13,955,963	15,212,000	16,581,080	18,073,377
营业收入	2.30%	-3.20%	-0.80%	1.30%	同业负债	462,714	647,800	906,920	1,269,688
拨备前利润	-7.10%	4.60%	-0.90%	1.20%	发行债券	261,138	391,707	548,390	767,746
归属母公司净利润	1.20%	0.60%	0.80%	2.00%	计息负债	14,679,815	16,251,507	18,036,390	20,110,811
净手续费收入	-0.60%	-10.00%	-10.00%	-10.00%	负债总额	14,770,015	16,583,170	18,404,480	20,521,236
贷款余额	13.02%	9.00%	9.00%	9.00%	股本	99,161	99,161	99,161	99,161
生息资产	11.70%	9.00%	8.70%	8.70%	归属母公司股东权益	784,887	845,019	906,676	969,887
存款余额	9.76%	9.00%	9.00%	9.00%	所有者权益总额	956,616	846,936	908,785	972,207
计息负债	11.70%	10.70%	11.00%	11.50%	资本状况:	2023A	2024E	2025E	2026E
资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E	资本充足率	14.23%	11.71%	11.27%	10.83%
不良率	0.83%	0.84%	0.83%	0.81%	核心资本充足率	9.53%	7.44%	7.39%	7.30%
拨备覆盖率	347.00%	310.00%	287.00%	274.00%	杠杆率	16.44	20.58	21.25	22.11
拨贷比	2.88%	2.60%	2.38%	2.22%	RORWA	1.12%	1.02%	0.93%	0.86%
不良净生成率	0.53%	0.50%	0.40%	0.30%	风险加权系数	51.79%	51.40%	51.03%	50.44%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。